

2018年10月9日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4190 TT	買進	佐登-KY的投資評等為買進，目標價120元，潛在漲幅20%，主要理由如下：
佐登-KY	目標價	(1) 9/2018營收3.0億元(YoY+28%)，符合預期，4Q18高端課程持續進行勾兌；
	120	(2) 2019年成長來自併入醫美診所，空白區域代理，目前PER約12倍，已位於歷史低檔。

研究員 李振南

donaldlee@jsun.com

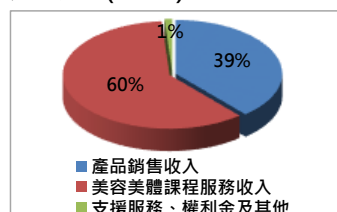
近期投資評等

日期	評等
10/09/2018	買進

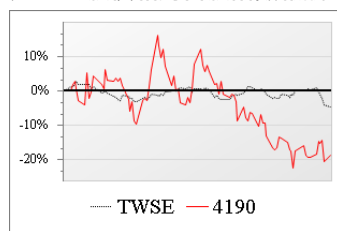
公司基本資料

收盤價(元)(10/08/2018)	101.50
股本(百萬元)	611
總市值(億元)	62
每股淨值(元)	26.05
外資持股比(%)	64.03
投信持股比(%)	2.29
近20日均量(張)	1,039
融資餘額(10/08/2018)	3,612

產品組合(1H18)



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	3,073	3,539	695	799	779	800	807	924
營業毛利	2,377	2,732	535	615	604	622	621	710
營業利益	713	832	146	202	181	185	172	221
稅後純益	535	618	112	150	137	137	128	165
稅後 EPS(元)	8.76	10.11	1.83	2.46	2.24	2.24	2.10	2.70
毛利率(%)	77.34	77.2	77.06	76.95	77.59	77.73	76.91	76.8
營業利益率(%)	23.2	23.51	20.97	25.23	23.19	23.13	21.26	23.86
稅後純益率(%)	17.42	17.46	16.1	18.78	17.54	17.09	15.86	17.87
營業收入 YoY/QoQ(%)	32.83	15.16	7.79	15.04	-2.59	2.73	0.94	14.48
營業利益 YoY/QoQ(%)	226.39	16.68	257.56	38.4	-10.43	2.45	-7.22	28.46
稅後純益 YoY/QoQ(%)	193.45	15.43	187.67	34.18	-9.02	0.08	-6.33	28.99

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **新課程上市，9/2018營收3億元(YoY+28%)，符合預期：**佐登9/2018營收3億元(MoM+23.4%)，月增長來自9/2018推出身體雕塑新課程，單月會員新購買金額約3,000萬人民幣，高於3/2018推出臉部課程的2,600萬人民幣。高端課程及醫美課程勾兌方面，則因新課程推出(暫緩勾兌)以及醫美診所預計10/2018併入，單月營收貢獻下滑至2,000萬元(8/2018約2,500萬元)。截至3Q18，課程收入成長約66%，成長動能主要來自2017年公司大幅《併店策略》將加盟店轉為直營店，截至目前計有152間加盟轉直營。由於併店後，公司增加4~5萬名會員，總會員數達27萬人(有效會員數15.5萬人)，為避免併店後預收款項持續增加(負債增加)，公司於3/2018起針對中國市場推出醫美及高端課程進行勾兌，加速舊課程的去化。由於高毛利課程佔比增加，帶動1H18稅後淨利2.62億元(YoY+182%)，稅後EPS 4.29元。管理層預計2H18將持續推出新產品及課程進行勾兌，目標2018年底達成17萬會員數，合計將達677店。
- ◆ **2H18區域代理加速空白區開發，4Q18併入醫美診所：**佐登在中國擁有19個分公司，因部分地區(如北京)面臨執照換發趨於嚴格，公司為加速空白區域的布局，2018年已新增桂林區、龍眼區、珠海區三個區域代理，由於區域代理商簽約完成後必須開立2~3家加盟店，並保證最低年採購金額為60萬人民幣，預計2018年底完成10個區域代理，2019年持續增加15個區域代理商。2019年起加盟店增加速度可望加速。此外，因應中國新雙美趨勢(身美、醫美)，目前佐登旗下會員約有10%從事醫美療程，管理層預計10/2018將投資新台幣1,000萬元，併購目前配合執行醫美課程之廣州醫美診所，預計每月營收貢獻約400~600萬人民幣，在扣除租金、醫師費用及耗材等成本後，淨利率可望達40%以上，預估年獲利貢獻約9,000萬元，3年內計畫併入20家醫美診所。
- ◆ **2019年成長來自醫美、區域代理，評價低於同業：**近期公司預計辦理現增及可轉債，合計募資9.9億元，將用於興建大浦美生技園區的新廠房。第一階段預計提升3倍產能，預計1Q21開出，除生產自家保養品外，亦將爭取ODM代工。由於併店進入尾聲，預估佐登2018年營收30.7億元(YoY+33%)，稅後淨利5.35億元(YoY+194%)，稅後EPS 8.76元。以客單價來看，佐登處於中價位區塊，低於中國高單價同業思妍麗、美麗田園，近期股價已明顯修正反應中美貿易戰對消費力道影響，目前PER約11.6倍，位於歷史區間11~20倍低檔，且低於國內同業的14倍，建議買進。(2019年PER12倍)

◆ **佐登為兩岸知名美容美體服務集團：**

佐登-KY成立於2010年，以美容美體產品之研發、生產、銷售、課程服務為一體的大型跨國美容美體集團，透過直營、加盟方式在中國擁有498家、臺灣141家、馬來西亞16家，合計三地擁有655家連鎖美容美體門市。截至1H18公司產品比重為產品銷售39%、美容美體課程60%、其他1%。營收比重中國58%、台灣38%、馬來西亞4%。

佐登自2016年起動《併店策略》將具潛力的加盟店轉為直營店，並調整產品銷售VS勞務收入的產品組合由併購前的2：8，調整為2017年的4：6，並將持續優化至5:5的目標組成。中期來看，公司將透過增加區域代理商的方式，加強中國3~5縣城市空白區域的布局。長期規劃方面，加強電商銷售及於大陸百貨商城設點。除中國及台灣市場外，5/2017並將經營觸角延伸至馬來西亞。

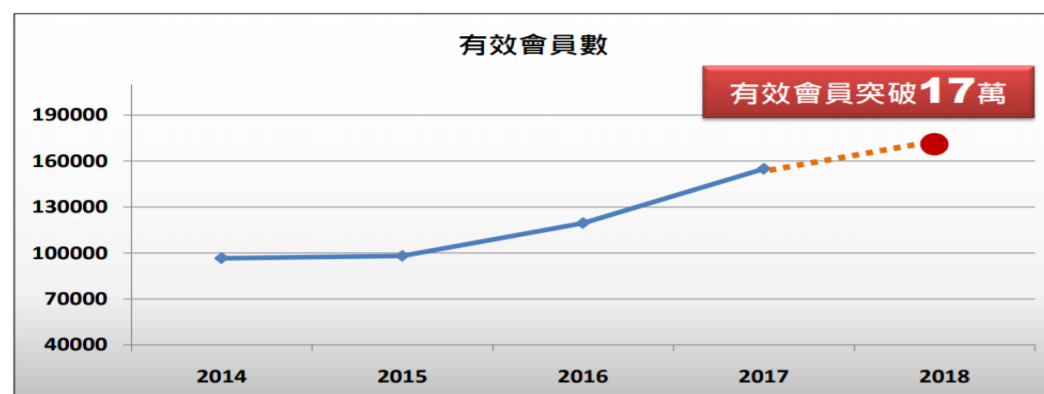
以各區單店業績貢獻，台灣約75~80萬/月，中國平均15萬人民幣/月，馬來西亞8萬馬幣/月。公司生產基地位於台中大甲廠(具清真Halal認證)，主要出貨台灣、馬來西亞；大陸廣州廠則供貨中國全區。公司主要競爭者包括連鎖及非連鎖經營之美容院，在中國競爭者包括麗豐-KY(4137.TT)、珀萊雅(PROYA)、伊美娜、自然美、貝黎詩、思妍麗、唯美度、莎蔓莉莎等。

圖一、佐登預計年底三地店數合計達 677 家

單位	屬性	2015年底	2016年底	2017Q2	2017年底	2018Q2	2018Q3	2018Q4
台灣	直營店	103	106	119	118	120	121	126
	加盟店	35	37	21	21	21	21	17
中國	直營店	3	73	128	152	158	160	162
	加盟店	565	471	394	359	340	347	354
馬來西亞	直營店	-	-	1	16	16	16	17
	加盟店	-	-	16	-	-	-	1
合計		706	687	679	666	655	665	677

資料來源：佐登-KY、日盛投顧彙整

圖二、佐登會員數增長



說明：有效會員定義為定義一年回店>6次。資料來源：佐登-KY、日盛投顧彙整

2018年10月9日

◆ 新課程上市，9/2018 營收 3 億元(YoY+28%)，符合預期：

佐登1H18營收14.9億元(YoY+40%)，其中產品銷售佔比38.6%(YoY+8%)，美容美體課程服務佔比60.2%(YoY+75%)，其他(包括支援服務、權利金及其他)佔比1.2%(YoY+15%)。課程成長動能主要來自2017年公司大幅《併店策略》將加盟店轉為直營店，截至目前計有152間加盟轉直營。

佐登9/2018營收3億元(MoM+23.4%)，月增長來自9/2018推出身體雕塑新課程，單月會員新購買金額約3,000萬人民幣，高於3/2018推出臉部課程的2,600萬人民幣。高端課程及醫美課程勾兌方面，則因新課程推出(暫緩勾兌)以及醫美診所預計10/2018併入，單月營收貢獻下滑至2,000萬元(8/2018約2,500萬元)。截至3Q18，課程收入成長約66%，成長動能主要來自2017年公司大幅《併店策略》將加盟店轉為直營店，截至目前計有152間加盟轉直營。由於併店後，公司增加4~5萬名會員，總會員數達27萬人(有效會員數15.5萬人)，為避免併店後預收款項持續增加(負債增加)，公司於3/2018起針對中國市場推出醫美及高端課程進行勾兌，加速舊課程的去化。由於高毛利課程佔比增加，帶動1H18稅後淨利2.62億元(YoY+182%)，稅後EPS 4.29元。管理層預計2H18將持續推出新產品及課程進行勾兌，目標2018年底達成17萬會員數，合計將達677店。

◆ 2H18 區域代理加速空白區開發，4Q18 併入醫美診所：

佐登在中國擁有19個分公司，因部分地區(如北京)面臨執照換發趨於嚴格，公司為加速空白區域的布局，2018年已新增桂林區、龍眼區、珠海區三個區域代理，由於區域代理商簽約完成後必須開立2~3家加盟店，並保證最低年採購金額為60萬人民幣，預計2018年底完成10個區域代理，2019年持續增加15個區域代理商。2019年起加盟店增加速度可望加速。此外，因應中國新雙美趨勢(身美、醫美)，目前佐登旗下會員約有10%從事醫美療程，管理層預計10/2018將投資新台幣1,000萬元，併購目前配合執行醫美課程之廣州醫美診所，預計每月營收貢獻約400萬~600萬人民幣，在扣除租金、醫師費用及耗材等成本後，淨利率可望達40%以上，預估年獲利貢獻約9,000萬元，3年內計畫併入20家醫美診所。

◆ 2019 年成長來自醫美、區域代理，評價低於同業：

近期公司預計辦理現增及可轉債，合計募資9.9億元，將用於興建大浦美生技園區的新廠房。第一階段預計提升3倍產能，預計1Q21開出，除生產自家保養品外，亦將爭取ODM代工。由於併店進入尾聲，預估佐登2018年營收30.7億元(YoY+33%)，稅後淨利5.35億元(YoY+194%)，稅後EPS 8.76元。以客單價來看，佐登處於中價位區塊，低於中國高單價同業思妍麗、美麗田園，近期股價已明顯修正反應中美貿易戰對消費力道影響，目前PER約11.6倍，位於歷史區間11~20倍低檔，且低於國內同業的14倍，建議買進。(2019年PER 12倍)

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20181009	買進	120.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年10月9日

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	2,314	3,073	3,539	564	605	645	695	799	779	800	807	924
營業毛利	1,645	2,377	2,732	397	425	456	535	615	604	622	621	710
營業費用	1,427	1,664	1,900	337	374	416	390	413	424	437	449	489
營業利益	218	713	832	61	51	41	146	202	181	185	172	221
營業外收支	16	23	20	4	1	12	9	4	5	5	6	6
稅前純益	235	736	852	64	52	52	155	205	186	190	178	226
稅後純益	182	535	618	40	51	39	112	150	137	137	128	165
最新股本	611	611	611	611	611	611	611	611	611	611	611	611
稅後 EPS(元)	2.99	8.76	10.11	0.65	0.83	0.64	1.83	2.46	2.24	2.24	2.10	2.70
經營效率(%)												
毛利率	71.1	77.34	77.2	70.4	70.34	70.78	77.06	76.95	77.59	77.73	76.91	76.8
營業利益率	9.44	23.2	23.51	10.74	8.46	6.32	20.97	25.23	23.19	23.13	21.26	23.86
稅前純益率	10.16	23.95	24.08	11.39	8.66	8.14	22.33	25.68	23.86	23.73	22.02	24.47
稅後純益率	7.88	17.42	17.46	7.07	8.36	6.03	16.1	18.78	17.54	17.09	15.86	17.87
YoY(%)												
營收	26.08	32.83	15.16	29.99	34.78	13.44	38.98	41.68	28.8	24.09	16.21	15.63
營業利益	-33.5	226.39	16.68	-28.34	-37.34	-56.68	120.81	232.75	253.32	354.11	17.84	9.38
稅前純益	-33.31	213.31	15.75	-27.85	-35.62	-48.78	135.69	219.33	254.75	261.94	14.61	10.22
稅後純益	-33	193.45	15.43	-35.58	-25.78	-53.68	110.81	276.42	170.15	251.45	14.44	10.01
QoQ(%)												
營收				12.85	7.16	6.62	7.79	15.04	-2.59	2.73	0.94	14.48
營業利益				-8.16	-15.65	-20.28	257.56	38.4	-10.43	2.45	-7.22	28.46
稅前純益				-2.36	-18.51	0.14	195.82	32.29	-9.47	2.16	-6.33	27.22
稅後純益				-24.85	26.76	-23.07	187.67	34.18	-9.02	0.08	-6.33	28.99

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
流動資產	1,288	1,490	1,445
現金及約當現金	689	930	885
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	270	290	285
非流動資產	2,737	3,592	3,689
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	1,649	1,751	1,844
無形資產	596	1,309	1,320
資產總計	4,026	5,081	5,134
流動負債	2,390	3,143	3,012
短期借款	--	--	--
非流動負債	164	474	530
負債總計	2,555	3,617	3,542
股本	612	612	611
普通股股本	612	612	611
資本公積	641	647	642
保留盈餘	446	412	521
庫藏股票	--	--	--
股東權益	1,471	1,464	1,592
每股淨值(元)	24.06	23.94	26.06
流動比率(%)	53.9	47.4	47.98
速動比率(%)	42.63	38.16	38.51
應收帳款週轉率(%)	8.62	10.29	4.47
負債比率(%)	63.46	71.18	68.99
稅後股東權益報酬率(%)	18.1	12.43	9.4

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
繼續營業單位稅前損益	352	235	360
折舊及攤提費用	117	224	132
利息費用	0	3	3
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	1	2	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-100	84	11
存貨增減	-21	31	9
應付帳款增減	-9	3	6
營業活動現金流量	227	420	147
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-692	-162	-162
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	-721	-258	-201
短期借款增減	0	0	0
長期借款增減	110	290	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-292	-214	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-184	85	2
淨現金流量	-721	242	-46

資料來源：CMoney · JS 預估

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股